

Newsletter IBOR-Reform 01/2022

Zusammenstellung der Helaba IBOR Task Force

Stand 14.01.2022



Vorwort der Helaba IBOR Task Force



Sehr geehrte Damen und Herren,

herzlich Willkommen zu unserem ersten Newsletter nach dem historischen Meilenstein 31.12.2021 – der Termin, zu dem EONIA sowie die GBP-, CHF-, JPY- und EUR-LIBOR Referenzzinssätze dauerhaft eingestellt wurden. Wir hoffen, Sie und Ihre Familien haben schöne Festtage verlebt und sind gut und gesund ins neue Jahr gekommen. Seitens Helaba möchten wir uns ganz herzlich für Ihre Mitwirkung bei der Umstellung auf die neuen Benchmarks bedanken und wünschen Ihnen alles Gute für die anstehenden Herausforderungen in diesem Jahr.

In unserem ersten Newsletter in 2022 möchten wir mit Ihnen die letzten Entwicklungen der IBOR-Reform im 4. Quartal 2021 Revue passieren lassen und beleuchten, was noch bis Mitte 2023 auf die Marktteilnehmer zukommt. Nach intensiven und teilweise sehr komplexen Umstellungsaktionen von Verträgen und Systemen ist der Markt nun – zumindest für Neugeschäft – vollständig in der neuen Welt der risikolosen Übernachtssätze (sog. risk free rates bzw. RFR) angekommen. Jegliches Neugeschäft, auch in USD, ist direkt auf den neuen Referenzzinssätzen €STR, SONIA, SARON, TONA(R) und SOFR abzuschließen. Für Altgeschäft, das bislang noch nicht umgestellt werden konnte, greifen spezielle gesetzliche Regelungen, auf die wir nachfolgend eingehen werden. USD-Altverträge können den USD-LIBOR für die gängigsten Laufzeiten noch bis spätestens zum 30.06.2023 nutzen. Da jedoch das umzustellende USD-LIBOR Volumen deutlich größer ist, als für die vier Währungen zusammen, für die der herkömmliche LIBOR nicht mehr veröffentlicht wird, erwartet den Markt noch ein größerer Umstellungsaufwand.

In unserem letzten Newsletter vom 14.10.2021 hatten wir ausführlich zu den zahlreichen Entwicklungen in den wichtigsten, von der IBOR-Reform betroffenen Währungsregionen berichtet. Auch in diesem Newsletter haben wir wieder die aus unserer Sicht wichtigsten Entwicklungen für Sie zusammengestellt und möchten unsere Marktbeobachtungen mit Ihnen teilen. Unsere Zusammenstellungen erheben dabei keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Wir hoffen, wir haben Sie und Ihre Unternehmen mit unseren Publikationen bei der Umstellung auf die neuen Referenzzinssätze gut unterstützen können. Mit vielen von Ihnen haben wir interessante und wertvolle Gespräche zur Umstellung der Referenzzinssätze geführt. Auch in Zukunft stehen wir Ihnen für einen persönlichen Austausch, für die Strukturierung von Neugeschäften auf RFR-Basis sowie für die Umstellung von USD-LIBOR in bestehenden Verträgen gerne zur Verfügung.

Bitte zögern Sie nicht, sich mit Fragen an unsere Kundenbetreuung oder direkt an ibor-reform@helaba.com zu wenden!



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (1/7)

- Im 4. Quartal 2021 wurden zahlreiche Kreditverträge umgestellt, um die Anforderungen der IBOR-Reform vor dem Auslaufen des EONIA und des GBP/CHF/JPY/EUR-LIBOR am 31.12.2021 umzusetzen.
- Bei der Umstellung von Mehrwährungsfazilitäten einschließlich USD-LIBOR konnten wir unterschiedliche Ansätze beobachten:
 - Ein Teil der Unternehmen entschied sich dafür, alle relevanten IBOR-Sätze in einem Zug umzustellen, wobei der USD-LIBOR über einen sog. Rate Switch Mechanismus zu einem späteren Zeitpunkt auf SOFR Compounded umgestellt wird. Auf diese Weise ist die gesamte Umstellung geregelt, lässt aber bis zum Rate Switch Date noch Spielraum, evtl. Marktentwicklungen flexibel via Vertragsanpassung zu berücksichtigen. Sollte der Term SOFR in Europa keine Marktrelevanz für Mehrwährungsfazilitäten erlangen, sind diese Kunden bereits abgesichert, ohne dass ihnen weitere Rechtskosten für zusätzliche Vertragsänderungen entstehen.
 - Eine große Anzahl von Unternehmen entschied sich für die Umstellung aller relevanten IBOR-Sätze, schloss aber die Umstellung des USD-LIBOR aus. In diesen Fällen wurden die Zinsperioden angepasst, um Ziehungen im 1W/2M-USD-LIBOR auszuschließen, denn diese weniger gängigen Laufzeiten wurden am 31.12.2021 eingestellt.
 - Da die verbleibende Zeit bis zum Jahresende 2021 immer kürzer wurde, überprüften viele Unternehmen ihren Bedarf an Währungsoptionen und entschieden sich für die Streichung von Inanspruchnahmen in optionalen Währungen wie GBP, CHF und JPY – und manchmal auch USD. Durch die Wahl dieser Alternative bestand keine Notwendigkeit, den Kreditvertrag vor Jahresende 2021 umzustellen.
- Es bleibt abzuwarten, ob sich der zukunftsorientierte Term SOFR in Europa auf breiter Basis durchsetzen wird. Der Ausschuss für alternative Referenzzinssätze (ARRC) hatte Ende Juli 2021 angekündigt, dass als Alternative zum rückwärtsgerichteten SOFR ein zukunftsgerichteter Term SOFR-Satz für Multi-Lender-Fazilitäten verwendet werden könnte, falls sich eine Umstellung auf die robusten SOFR- und SOFR-Durchschnittssätze als schwierig erweisen sollte. Gleichzeitig bestätigte die ARRC, dass sie den Term SOFR für den breiten Derivatemarkt nicht unterstützen würde.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (2/7)

Folglich muss sich erst noch ein umfangreicher Term SOFR Derivatemarkt entwickeln, um eine angemessene Refinanzierung von Term SOFR basierten Darlehen zu ermöglichen. In Ermangelung eines geeigneten Derivatemarktes müssen Basisrisiken derzeit mit SOFR Compounded Hedges abgesichert werden, was, auch im Hinblick auf Marktpreisrisiken, zu zusätzlichen Kosten führt, die auf die Darlehenseite übertragen werden.

- Bisher wurde in Europa die Verwendung von Term SOFR - wie auch Term SONIA - bei Handelsfinanzierungsgeschäften beobachtet, die nicht mit rückwärtsgerichteten Sätzen arbeiten können.
- Am 13.12.2021 veröffentlichte die Arbeitsgruppe für risikofreie Euro-Zinssätze (WGRFR) eine Erklärung zur Vorbereitung auf die Abschaffung der EUR-/GBP-/CHF-/JPY-LIBORs und des EONIA sowie die Einstellung der Verwendung des USD-LIBOR in neuen Verträgen ab Ende 2021.
 - Die Marktteilnehmer wurden aufgefordert, proaktiv die Umstellung bestehender Verträge abzuschließen, sofern dies möglich sei, und andernfalls sicherzustellen, dass robuste Ausweichlösungen vorhanden sind. Die WGRFR betonte erneut, dass ein proaktiver Übergang als Schlüssel zur Wahrung der finanziellen Stabilität, der Kontinuität der Verträge und der Marktintegrität angesehen wird.
 - WGRFR-Empfehlungen:
 - Annahme der Euro Short-Term Rate (€STR) plus 8,5 Basispunkte als Alternative zum EONIA in Altverträgen.
 - Für EUR-/GBP-/CHF-/JPY-LIBOR Sätze Übernahme der ausgewählten alternativen RFRs, die von den entsprechenden nationalen Arbeitsgruppen in neuen und bestehenden Verträgen festgestellt wurden.
 - Unterstützung der von den US-Aufsichtsbehörden veröffentlichten Leitlinien zur Einstellung der Verwendung des USD-LIBOR in neuen Verträgen ab Ende 2021 (mit Ausnahme von begrenzten Anwendungsfällen).



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (3/7)

→ Verweis auf gesetzliche Ersatzzinssätze für EONIA, GBP/CHF/JPY LIBOR, kein gesetzlicher Ersatzzinssatz für EUR LIBOR verfügbar. Die Marktteilnehmer sollten so bald wie möglich proaktiv zu einem alternativen Referenzzinssatz übergehen oder auf robuste RFR-Fallbacks umstellen.

- Der Vorsitzende der EUR WGRFR hat ein Schreiben an die Europäische Kommission gesandt, in dem er förmlich die Festlegung eines gesetzlichen Ersatzzinssatzes für GBP- und JPY-LIBORs gemäß der EU-Benchmark-Verordnung beantragt. Das Ergebnis steht derzeit noch aus.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/rfrwg_statement_on_dec_2021_cessation_events.pdf

- Am 21.10.2021 bestätigte die Europäische Kommission die Ernennung der von der Europäischen Zentralbank veröffentlichten Euro Short-Term Rate (€STR) als gesetzlichen Ersatz für die Benchmark Euro Overnight Index Average (EONIA). Dieser gesetzliche Ersatzzinssatz gilt seit dem 03.01.2022 für alle Kontrakte und Finanzinstrumente, die unter die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente fallen und nicht proaktiv umgestellt oder mit robusten RFR-Fallbacks ausgestaltet wurden.

- Ersetzung des EONIA durch €STR plus eine Anpassungsspanne von 0,085 %

Ersetzter Referenzwert	Ersatzzinssatz	Spread-Anpassung (in %)
EONIA ISIN EU0009659945	Euro Short-Term Rate (EURSTR) ISIN EU000A2X2A25	0,085

Quelle: COMMISSION IMPLEMENTING REGULATION (EU) 2021/1848 vom 21.10.2021

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/34bfd216-32d2-11ec-bd8e-01aa75ed71a1/language-de/format-PDF/source-search>

- Der Großteil der EONIA-basierten Verträge wurde im Markt auf €STR plus den o.g. 0,085 % umgestellt, wobei in einigen Kontrakten alternativ die Marge um den entsprechenden Adjustment Spread angepasst wurde. Nur in sehr wenigen Fällen konnten wir beobachten, dass Unternehmen die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den alten und den neuen Benchmarks nicht akzeptierten, so dass die Umstellung bei ohnehin schmal margigem Geschäft zu Lasten der Banken ging.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (4/7)

- Darüber hinaus haben wir beobachtet, dass Verträge aktiv angepasst wurden, auch wenn nur der EONIA ersetzt werden musste und gegebenenfalls durch EU-Recht hätte abgedeckt werden können. Sehr wenige Ausnahmen zu diesem proaktiven Ansatz betrafen z.B. anstehende Refinanzierungen, die bereits für Anfang 2022 verhandelt wurden und bei denen es einfacher war, bis zur Unterzeichnung der neuen Transaktion vorübergehend das EU-Recht für den EONIA-Übergang in Anspruch zu nehmen.
- Am 22.10.2021 bestätigte die Europäische Kommission die Ernennung der Swiss Average Rate Overnight (SARON) Compounded in advance als den gesetzlichen Ersatzzinssatz für den CHF-LIBOR. Dieser Ersatzreferenzzins gilt seit dem 01.01.2022 für alle Verträge und Finanzinstrumente, die unter die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente fallen und nicht proaktiv umgestellt oder mit robusten RFR-Fallbacks aktualisiert wurden.
 - Der 1/3/6/12M CHF LIBOR wird durch den 1/3/6/12M Compounded Swiss Average Rate Overnight (SARON) ersetzt, wie er in dem 1/3/6/12-Monatszeitraum vor der Zinsperiode beobachtet wurde.
 - Die am 05.03.2021 von der ISDA festgelegten und von Bloomberg veröffentlichten Spreads (historischer Median-Spread zwischen CHF LIBOR und dem jeweiligen SARON) werden zu diesen festen Ersatzzinssätzen als feste Spread-Anpassung für jede relevante Laufzeit addiert.

LIBOR	LAUFZEIT	Ersatzzinssatz	Spread-Anpassung (in %)
CHF	1 Monat	SARON 1 Monat Compound (SAR1MC) ISIN CH0477123886	-0,0571
CHF	3 Monate	SARON 3 Monate Compound (SAR3MC) ISIN CH0477123902	0,0031
CHF	6 Monate	SARON 3 Monate Compound (SAR3MC) ISIN CH0477123902	0,0741
CHF	12 Monate	SARON 3 Monate Compound (SAR3MC) ISIN CH0477123902	0,2048

Quelle: COMMISSION IMPLEMENTING REGULATION (EU) 2021/1847 vom 14.10.2021

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/cd87fd80-30e8-11ec-bd8e-01aa75ed71a1/language-de/format-PDF/source-search>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (5/7)

- Seit dem 01.01.2022 sind die GBP- und JPY-LIBOR-Sätze entweder eingestellt oder - wie von der britischen Aufsichtsbehörde FCA vorgeschrieben - auf eine "synthetische" Methode umgestellt. In der Vergangenheit wurde die EU-Kommission von zahlreichen Verbänden der Kreditwirtschaft auf die Notwendigkeit einer rechtssicheren Lösung für den Umgang mit bestehenden Verträgen hingewiesen. Anfang Januar kündigte die EU-Kommission nun einen gesetzlichen Antritt für die Festlegung von gesetzlichen Ersatzzinssätzen für ausgewählte GBP- und JPY-LIBOR-Sätze an. Die entsprechenden Durchführungsrechtsakte sollen im ersten Quartal 2022 verabschiedet werden.
- Angesichts der bevorstehenden Abschaffung von LIBOR und EONIA hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) am 14.10.2021 einen thematischen Vermerk zu den Risiken veröffentlicht, die beim Übergang vom LIBOR zu einem alternativen Referenzzinssatz auftreten können. Die EBA empfiehlt den Marktteilnehmern ein sorgfältiges und rechtzeitiges Management des Übergangsprozesses und betont, wie wichtig es ist, alle relevanten Parteien in den Übergangsprozess einzubeziehen, einschließlich Banken, Kunden, andere Gegenparteien, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden.

In dem Vermerk wird eine Reihe wichtiger Punkte hervorgehoben, darunter:

- Die Abkehr von Referenzzinssätzen birgt für die Marktteilnehmer erhöhte Risiken, da sie im Tagesgeschäft allgegenwärtig sind.
- Mehr als 25 % der Derivatepositionen der Banken in der EU und im EWR sind an den LIBOR gebunden, was einem Nominalwert von fast EUR 50 Billionen entspricht, während rund EUR 1 Billion der Kredite an den LIBOR und EUR 200 Mrd. an den EONIA gebunden sind. In der EBA-Notiz werden die Übergangsrisiken aufgezeigt, denen die Banken in der EU und im EWR aufgrund dieser erheblichen Engagements ausgesetzt sind.
- LIBOR-referenzierte Kredite und Vorauszahlungen sind ein besonderer Risikopunkt, da ihr Übergangsrisiko höher sein könnte als bei anderen LIBOR-gebundenen Krediten, und insbesondere CHF-LIBOR-referenzierte Kredite bergen zusätzliche politische Risiken.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (6/7)

- Der Übergang von bestehenden zu alternativen Referenzzinssätzen birgt mehrere Risiken. In vielen Fällen müssen die Banken Änderungen an bestehenden Verträgen auf granularer Ebene vornehmen. Diese Änderungen erfordern in der Regel einen erheblichen operativen Aufwand und sind mit rechtlichen Risiken, einschließlich Verhaltensrisiken, verbunden.

<https://www.eba.europa.eu/eba-points-still-elevated-benchmark-rate-transition-risks>

- Am 01.10.2021 begann die Riksbank, Schwedens Zentralbank, mit der Veröffentlichung von Durchschnittssätzen und einem Index auf der Grundlage des SWESTR.

- Der Zweck dieser Durchschnittssätze ist die Anwendung in neuen Finanzverträgen und als alternativer Zinssatz für den Fall, dass der STIBOR (Stockholm Interbank Offered Rate) eingestellt wird oder vorübergehend nicht mehr verfügbar ist. Daher wird die Riksbank Durchschnittssätze für Zeiträume von 1 Woche, 1 Monat sowie 2, 3 und 6 Monaten veröffentlichen.

- Da die Durchschnittskurse auf den ab dem 01.09.2021 veröffentlichten Werten für den SWESTR basieren, begann die Veröffentlichung der Durchschnittskurse für die Zeiträume 1 Woche und 1 Monat am 01.10.2021, gefolgt von den Durchschnittskursen für 2 und 3 Monate am 01.11.2021 bzw. am 01.12.2021, während die 6-Monats-Durchschnittskurse ab dem 01.03.2022 veröffentlicht werden.

- Der Index ermöglicht es den Nutzern, auf einfache Weise Durchschnittssätze für jeden beliebigen Zeitraum zu berechnen.

<https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2021/the-riksbank-today-starts-publishing-average-rates-and-an-index-for-swestr/>

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/swestr/information-document-comprehensive-information-on-sveriges-riksbanks-framework-for-swestr.pdf>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (7/7)

- Am 30.09.2021 gab der CIBOR Administrator, die Danish Financial Benchmark Facility (DFBF), bekannt, dass die öffentliche Konsultation über die Abschaffung von drei CIBOR-Laufzeiten abgeschlossen ist.
 - Die Konsultation konzentrierte sich unter anderem auf die Klärung der CIBOR-Definition und den Zeitplan für die Abschaffung des CIBOR. Nach Abschluss der Konsultation wird DFBF die Bereitstellung von 2-Wochen-, 2-Monats- und 9-Monats-CIBOR-Tenors ab 31.03.2022 einstellen.
 - Die neue CIBOR-Definition lautet wie folgt:

"CIBOR ist der Zinssatz, zu dem eine Panel-Bank DKK verleihen würde, wenn sie dies tun würde, für einen Zeitraum von 1 Woche, 1, 3, 6, und 12 Monaten Laufzeit an eine erstklassige Bank auf unbesicherter Basis (d.h. unbesicherter Interbankencredit)".

<https://dfbf.dk/consultation-on-cessation-of-tenors-concluded/>

- Die bisherigen IBOR-Referenzzinssätze beinhalten ein Kreditelement, das die Kosten und Risiken der Kreditvergabe für die Banken über einen bestimmten Zeitraum widerspiegelt. Bei den neuen risikolosen Overnight Sätzen ist das Kreditrisiko geringer. In der Regel sind diese Sätze niedriger als die alten IBOR Benchmarks, so dass bei der Überführung von der alten zur neuen Benchmark ein sog. Credit Adjustment Spread zum wirtschaftlichen Ausgleich vereinbart wurde. Der Derivatemarkt stellte einheitlich GBP/CHF/JPY/EUR-LIBOR-Geschäfte auf RFRs unter Anwendung der am 05.03.2021 von der ISDA festgelegten und von Bloomberg veröffentlichten Credit Adjustment Spreads um. Diese wurden auf Basis eines historischen 5 Jahres Median zum Einstellungsdatum 31.12.2021 ermittelt. Auf der Kreditseite folgten nach unseren Beobachtungen rd. 99 % der umgestellten Investment Grade Kredite dieser Methodik, die auch in den gesetzlichen Regelungen für nicht bis zum 31.12.2021 umgestellte EONIA/GBP/CHF/JPY-Verträge Anwendung findet. Nur selten wurde statt der Verwendung eines Credit Adjustment Spreads der wirtschaftliche Ausgleich in einer Margenerhöhung reflektiert. Bei Neugeschäften oder zukünftigen Vertragsverlängerungen ist es möglich, Geschäfte direkt auf Basis der neuen Benchmarks und ohne Verwendung eines Spread Adjustments neu zu bepreisen.

https://assets.bbhub.io/professional/sites/10/IBOR-Fallbacks-LIBOR-Cessation_Announcement_20210305.pdf



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (1/7)

- Am 16.11.2021 bestätigte die britische Finanzaufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA) die Verfügbarkeit synthetischer LIBOR-Sätze und erlaubte deren Verwendung in allen alten LIBOR-Verträgen, die bis Ende 2021 nicht geändert werden konnten.
 - ICE Benchmark Administration Limited wird auch im Jahr 2022 1/3/6M GBP- und JPY-LIBOR-Sätze veröffentlichen, allerdings nach einer "synthetischen" Methodik. Die synthetischen GBP- und JPY-LIBOR-Sätze werden unter Verwendung einer zukunftsorientierten Laufzeitversion der relevanten risikofreien Sätze SONIA und TONA(R) zusammen mit den von Bloomberg veröffentlichten ISDA-Spread Adjustments vom 05.03.2021 berechnet, die im Derivategeschäft verwendet werden.
 - Die Veröffentlichung wird sich voraussichtlich auf den Zeitraum vom 04.01.2022 bis zum 31.12.2022 beschränken (FCA behält sich Option der Verlängerung vor.)
 - Die synthetischen Sätze stehen nicht für die Verwendung in neuen Verträgen zur Verfügung.
- In einer separaten Mitteilung bestätigte die FCA außerdem, dass der USD-LIBOR ab dem 01.01.2022 nicht mehr in neuen Verträgen verwendet werden darf (mit sehr begrenzten Ausnahmen). Die FCA bekräftigte, dass die Marktteilnehmer trotz der vorübergehenden Verfügbarkeit des synthetischen LIBOR weiterhin auf alternative Zinssätze umstellen sollten, sofern dies möglich sei.

<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-confirms-rules-legacy-use-synthetic-libor-no-new-use-us-dollar-libor>

<https://www.fca.org.uk/publication/libor-notices/article-23c-benchmarks-regulation-draft-permitted-legacy-notice.pdf>

<https://www.fca.org.uk/publication/libor-notices/article-21a-benchmarks-regulation-prohibition-notice.pdf>

<https://www.fca.org.uk/publication/libor-notices/annex-4-benchmarks-regulation.pdf>

<https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs21-11.pdf>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (2/7)

- Am 15.10.2021 richtete die FCA auf ihrer Website eine Seite mit Fragen und Antworten (FAQs) ein, die ihr im Zusammenhang mit ihren Befugnissen gemäß der Verordnung über Benchmarks im Vereinigten Königreich und den Veröffentlichungen der FCA vom 29.09.2021 zur Veröffentlichung synthetischer LIBOR-Sätze gestellt wurden.

- Die FAQs behandeln

- die Verwendung des synthetischen LIBOR nach Ende 2021
- die Auswirkungen des synthetischen LIBOR auf vertragliche Bestimmungen
- allgemeine Informationen und Hinweise zur Einführung und Verwendung des synthetischen LIBOR
- Interaktion des synthetischen LIBOR mit anderen Rechtsordnungen

<https://www.fca.org.uk/markets/about-libor-transition/libor-and-fcas-powers-under-uk-benchmarks-regulation-questions-and-answers>

- Am 10.10.2021 veröffentlichte die FCA im Vorfeld der Abschaffung des LIBOR verschiedene Materialien, darunter eine Feedback-Erklärung (FS21/12) im Anschluss an ihre Konsultation vom September 2021 zur Verwendung des synthetischen LIBOR ab Oktober 2021 (CP21/29). Die FCA erinnerte die Marktteilnehmer erneut daran, dass ein aktiver Übergang weiterhin Priorität haben sollte, und dass sie die Fortschritte des Marktes in dieser Hinsicht weiterhin messen würde.

<https://www.fca.org.uk/news/news-stories/final-messages-libor-end-2021>

- In einer technischen Mitteilung stellte die FCA sicher, dass die Verwendung des synthetischen LIBOR für Altverträge gleichzeitig mit dem allgemeinen Verbot des LIBOR für Neugeschäft in Kraft treten würde.

<https://www.fca.org.uk/publication/libor-notice/article-23b-benchmarks-regulation-prohibition-article-21a-notice.pdf>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (3/7)

- Die Feedback-Erklärung deckt verschiedene Themen ab, die in den Antworten auf die Konsultation angesprochen wurden, darunter u.a.:
 - Umfang der Befugnisse der FCA in Bezug auf den synthetischen LIBOR; insbesondere die Frage, ob sie Sekundärmarktaktivitäten und bestimmte Arten von Krediten abdeckt
 - Die breite Anwendungsmöglichkeit für den Einsatz synthetischer LIBOR-Sätze und die Notwendigkeit eines kontinuierlichen aktiven Übergangs auf RFRs
 - Angemessene Vertragsbestimmungen für den Fall eines Verwendungsverbots
 - Ersuchen um weitere Klarheit über die neue Befugnis zur Nutzungsbeschränkung
 - Umsetzung der Vorschläge der FCA, einschließlich der Bitte um weitere Klarheit über künftige Entscheidungen zum synthetischen LIBOR
 - Internationale Einheitlichkeit und Koordination
- <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs21-12.pdf>
- In seiner Rede am 08.12.2021 auf dem LIBOR-Telethon von Risk.net bestätigte Edwin Schooling Latter, Direktor für Märkte und Großkundenpolitik und -aufsicht bei der FCA, dass der Markt für SONIA-gebundene gewerbliche Kredite schnell die Marke von GBP 100 Mrd. überschritten hat und erhebliche Fortschritte bei der Umwandlung bestehender GBP-LIBOR-Kredite in SONIA erzielt wurden. Sowohl für Europa als auch für die USA wurde das Tempo des Übergangs als höher eingeschätzt, als vor einem Jahr erwartet.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (4/7)

- Herr Schooling Latter wies erneut darauf hin, dass der synthetische LIBOR nur vorübergehend gilt, wobei er feststellte, dass die Argumente für den 3-Monats-GBP-LIBOR stärker seien als für die anderen Laufzeiten. Alle synthetischen Zinssätze werden zu gegebener Zeit auslaufen, und keiner wird nur aus Bequemlichkeit für diejenigen weitergeführt, die die Möglichkeit hatten, umzustellen, sich aber nicht die Mühe gemacht haben, dies zu tun.

<https://www.fca.org.uk/news/speeches/so-long-libor-3-weeks-to-go>

- Am 12.11.2021 veröffentlichte das britische Office of Gas and Electricity Markets (Ofgem) einen Leitfaden für Eigentümer von Offshore-Übertragungsnetzen (OFTO) in Bezug auf die Umstellung von LIBOR auf SONIA.
 - Darin wurde insbesondere die Frage behandelt, ob die Umstellung als "qualifizierte Refinanzierung" gemäß der geänderten Standardbedingung E12-J3 der Offshore-Übertragungslizenz betrachtet werden kann.
 - In Anbetracht des Leitfadens der FCA, wonach der Übergang von LIBOR zu SONIA auf der Grundlage erfolgen sollte, dass weder dem Kreditnehmer noch dem Kreditgeber ein Vorteil oder Nachteil entsteht, bestätigte Ofgem seine Überlegungen, dass eine solche Refinanzierung nicht als qualifizierte Refinanzierung im Sinne der Bedingung angesehen werden sollte. In dem Schreiben werden auch die Anforderungen genannt, die OFTOs erfüllen müssen, um die Behörden davon zu überzeugen, dass sie aus der Refinanzierung keine Vorteile ziehen werden.

<https://www.ofgem.gov.uk/publications/discontinuation-libor-and-transition-sonia-guidance-offshore-transmission-owners>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (5/7)

- Am 11.10.2021 veröffentlichte die britische Behörde für Infrastruktur und Projekte (IPA) einen Leitfaden zu den Auswirkungen der Abschaffung des LIBOR auf PFI-Projekte (Private Finance Initiative). Der PFI-Leitfaden ist eine Aktualisierung der vorangegangenen IPA-Leitfäden vom Februar und Juli 2021 und enthält Hinweise und Fragen, die die Behörden bei der Umstellung vom GBP-LIBOR auf SONIA berücksichtigen sollten.
 - Zu den Themen des Leitfadens gehören: Überlegungen der Vergabestelle zum LIBOR-Übergang, Zustimmung der Vergabestelle zum Übergang, Erhöhung der Entschädigung für die Beendigungspflicht, keine unangemessene Verweigerung der Zustimmung oder Verknüpfung mit anderen Fragen sowie Kosten und Erstattungsfragen der Vergabestelle.
 - Häufig gestellte Fragen und Muster für Zustimmungserklärungen sollen die Behörden bei der Umstellung auf den LIBOR unterstützen.

https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1024462/PFI_Guidance_Note_-_Discontinuation_of_LIBOR_-_applied_to_PFI_Projects_-_October_2021.pdf



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (6/7)

■ Term SONIA

- Die Arbeitsgruppe für risikofreie Sterling-Referenzzinssätze (RFRWG) konsultierte 2018 zum Konzept des SONIA. Im Anschluss daran stellte die Arbeitsgruppe fest, dass für einige Teilnehmer an den Kassamärkten und zur Unterstützung der Umwandlung bestimmter Altverträge ein zukunftsorientierter Referenzzinssatz erforderlich ist.
- Im Dezember 2018 gab die RFRWG eine Erklärung heraus, in der sie interessierte Benchmark-Administratoren aufforderte, die Ergebnisse der Konsultation zur Term SONIA Reference Rate (TSRR) zu prüfen und ihre Meinung zur Entwicklung solcher Benchmarks zu äußern. Zunächst stellten drei Benchmark-Administratoren im Jahr 2020 Beta-TSRRs zur Verfügung, die zu Testzwecken verwendet werden konnten. Seitdem veröffentlichen ICE Benchmark Administration und Refinitiv entsprechende Term SONIA-Raten zur Verwendung in Finanzverträgen.
- Die RFRWG hat wiederholt empfohlen, den Markt weitgehend auf Compounded SONIA umzustellen, und darauf hingewiesen, dass die Verwendung eines Term SONIA-Satzes begrenzt ist.
- Die "Term Rate Use Case Task Force" der RFRWG wurde gebildet, um zu ermitteln, wo die Verwendung von Compounded SONIA angemessen ist, und um Hinweise zu geben, wo die Verwendung alternativer Ansätze, wie z. B. eines Term SONIA-Satzes, erforderlich sein könnte.
- In einer Ausarbeitung der RFRWG von 01/2020 wurde der Anwendungsbereich der Term SONIA Rate im Detail analysiert (siehe nächste Seite).
- Der GBP-LIBOR-Markt hat schon früh mit der Umstellung auf Compounded SONIA in Arrears begonnen. Der Übergang ist unkompliziert und einheitlich, eine Zersplitterung zwischen verschiedenen alternativen neuen Benchmarks wie auf dem US-Markt ist auf dem GBP-LIBOR-Markt nicht zu beobachten.
- Bisher beobachten wir eine Verwendung der Term-SONIA-Sätze innerhalb des definierten Anwendungsbereiches. Eine breitere Anwendung des Satzes, ähnlich der Verwendung des Term SOFR, wird derzeit vom Markt nicht erwartet.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (7/7)

■ Term SONIA – Anwendungsbereich:

Products	Client Breakdown	Details	Definition	Balance %	Recommended Rate
Bonds/ Loans/ Trade	Large Corporate/ Leverage	Sponsor/ Leverage Large Corporate	Corporate deals/ Sponsor lead acquisitions/ recapitalisations with a deal size £25m	50%	Compounded in Arrears
	Mid to Large Corporate/ Specialist Finance	Financial Institutions	Banks, insurance providers, asset managers, funds, hedge funds and broker dealers	40%	Compounded in Arrears
Mid to Large Corporates		Annualised revenue >£25m and deal size £10-£25m.	Compounded in Arrears		
Social Housing		Lending to Social Housing firms	Compounded in Arrears		
Education/ Local Authority		Lending to schools/ Higher Education/ Local Authorities			
Project Finance		Financing of a major independent capital investment			
Real Estate		Commercial Real Estate firms			
Loans/ Trade	Export Finance/ Emerging Market	Export Finance	Funding to outsized capital expenditure with export finance guarantee	10%	Term/ Alternative Rate
		Emerging Markets	Lending to emerging markets		
	Mid Corporate/ Private Banking & Retail	Mid Corp	Annualised revenue >£8.5m and <£25m. Excludes specialised lending		Term/ Alternative Rate
		Small, Micro Size Enterprise	Annualised revenue <£8.5m		
		Retail Mortgages	Retail clients		
		Wealth/ Private Bank	Offers Banking and affluent clients, families and fiduciaries based in the UK, offshore or emerging markets		
Product Exception	Trade & Working Capital	Trade & Working Capital	All Trade & Working Capital products including discounting/ Letters of credit, supply chain finance etc	Term/ Alternative Rate	
	Islamic Finance	Islamic Finance	Islamic facilities forbid interest payments on loans		

□ Quelle:

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/use-cases-of-benchmark-rates-compounded-in-arrears-term-rate-and-further-alternatives.pdf?la=en&hash=22BA20A8728D9844E5A036C837874CA3E70FEAE1>

□ Weitere nützliche Links:

https://fmsb.com/wp-content/uploads/2021/07/Standard-on-use-of-Term-SONIA-reference-rates_FINAL.pdf

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwg-term-sonia-reference-rate-summary.pdf>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (1/8)

- Neue USD Kredite auf SOFR Basis
 - Es gibt mehrere Formen von SOFR Sätzen, die die Parteien bei Geschäftskrediten verwenden können, darunter Daily Simple SOFR in Arrears, Daily Compounded SOFR in Arrears, Forward Looking Term SOFR und SOFR Averages (Applied in Advance).
 - In Anbetracht vorherrschender Präferenzen im Markt, den Zinssatz im Voraus zu kennen, erkennt die ARRC an, dass syndizierte und bilaterale Geschäftskredite auf den SOFR-Averages (im Voraus angewandt) oder dem vorwärtsgerichteten Term SOFR basieren können.

Hauptcharakteristika / Empfohlene Konventionen	SOFR Averages	Term SOFR
Veröffentlichte Perioden	Durchschnitt des täglichen SOFR-Tagesgeldsatzes über bestimmte Zeiträume: 30-, 90- und 180-Tage, berechnet nach der Zinseszinsformel.	Tägliches Set von zukunftsgerichteten Zinsschätzungen, berechnet und veröffentlicht für 1-/3-/6-/12-monatige Laufzeiten auf der Grundlage von Markterwartungen, die von führenden Derivatemarkten impliziert werden.
Anwendungsbereich	<p>Die SOFR-Durchschnittswerte spiegeln die Entwicklung der Zinssätze über einen bestimmten Zeitraum wider, insbesondere über die letzten 30, 90 und 180 Tage, und gleichen die idiosynkratischen täglichen Schwankungen der Marktzinsen in diesem Zeitraum aus, wodurch sie sich ideal für die Verwendung in Kassa Produkten eignen, einschließlich syndizierter und bilateraler Darlehen, Hypotheken, Intercompany-Darlehen und Verbriefungen.</p> <p>Der Zinssatz ist robust und verlässlich, da er in einem tiefen und dauerhaften Markt mit Tausenden von Transaktionen verwurzelt ist.</p> <p>Die Parteien können in Erwägung ziehen, den 30-Tage-Durchschnitt für alle Laufzeiten zu verwenden, da der kürzere Beobachtungszeitraum einen aktuelleren Satz gewährleistet.</p>	Ursprünglich nur für Geschäftssegmente geplant, die nicht mit rückwärtsgerichteten Sätzen arbeiten können, wie z.B. bestimmte Handelsfinanzierungsgeschäfte, wurde der Anwendungsbereich im Juli 2021 erweitert, als der Ausschuss für alternative Referenzsätze (ARRC) ankündigte, dass als Alternative zum rückwärtsgerichteten SOFR ein vorwärtsgerichteter Term-SOFR-Satz für Multi-Lender-Fazilitäten verwendet werden könnte, wenn sich ein Wechsel zu den robusten SOFR- und SOFR-Durchschnittssätzen als schwierig erweist. Gleichzeitig bestätigte die ARRC, dass sie den Term SOFR für den breiten Derivatemarkt nicht unterstützen würde. Infolgedessen wird sich möglicherweise kein umfangreicher Markt für Term-SOFR-Derivate entwickeln, der eine angemessene Refinanzierung von Term-SOFR-basierten Darlehen ermöglicht.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (2/8)

Hauptcharakteristika / Empfohlene Konventionen	SOFR Averages	Term SOFR
Administrator	Federal Reserve Bank of New York ("FRBNY")	CME Group Benchmark Administration Ltd
Veröffentlichungsplan	Die Veröffentlichung der SOFR-Durchschnittswerte folgt dem FRBNY-Veröffentlichungszeitplan des SOFR.	Die Term SOFR Rates der CME werden für jeden Tag berechnet, an dem die FRBNY die SOFR berechnet und veröffentlicht.
Feiertags- und Wochenendkonventionen	Jeder Tag, der kein US- Staatsanleihen-Geschäftstag (US Government Securities Business Day) ist.	
Lookback	Verwendung des Satzes, der zwei US-Staatsanleihen-Geschäftstage vor dem ersten Tag der Zinsperiode veröffentlicht wurde und für die gesamte Zinsperiode gilt, ähnlich der LIBOR-Konvention.	
Daycounts	Actual/360 Tage entsprechend der Standardkonvention auf den US-Geldmärkten; es ist jedoch auch möglich, andere Bruchteile von Tagen zu verwenden (z. B. Actual/365 Tage).	
Geschäftstag-Konvention	"Modified Following Business Day" convention	
Interest Rate Floors	Für neue Kredite wird die Anwendung einer Zinsuntergrenze (Floor) empfohlen.	
Rundung	Wie der LIBOR werden auch der Term SOFR und die SOFR Averages mit fünf Dezimalstellen veröffentlicht, und die Dollarbeträge können mit zwei Dezimalstellen berechnet werden, so dass die Parteien ihre derzeitige Rundungspraxis anwenden können.	
Borrowing Notice Period	Der Darlehensnehmer muss die Kreditaufnahme drei US-Staatsanleihen-Geschäftstage vor dem Tag der Kreditaufnahme ankündigen, ähnlich wie bei der LIBOR-Konvention.	
Fallback Language	Darlehen sollen robuste, praktikable Rückfallklauseln beinhalten, wie von der ARRC empfohlen.	

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/Term_SOFR_Avgs_Conventions.pdf

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/20210511-guide-to-published-sofr-averages>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (3/8)

- Die Term SOFR Sätze stehen für die Lizenzierung in Finanzprodukten für den Kassamarkt und Derivate, die an die Term SOFR Sätze gebundene Kassainstrumente absichern, sowie für bestimmte Verbriefungen mit Basiswerten, die ihrerseits an Term SOFR Referenzsätze gebunden sind, zur Verfügung.
 - Die Lizenzierung von Finanzprodukten für den Kassamarkt ist bis Dezember 2026 kostenlos, während die Lizenzierung zulässiger Derivate auf den Grundsätzen der fairen, angemessenen und diskriminierungsfreien Lizenzierung (FRAND) mit einem marktüblichen Preisschema beruht.
 - Gemäß den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der CME Group benötigt ein Endnutzer keine Nutzungslizenz für CME Term SOFR, um eine Transaktion abzuschließen. Das bedeutet, dass ein Firmenkreditnehmer keine Lizenz für die Term SOFR-basierte Kreditaufnahme benötigt. Wenn der Endbenutzer/Kreditnehmer jedoch Term SOFR in einem System für Zwecke der Bewertung, der Risikoanalyse/des Sicherheitenmanagements usw. verwenden möchte, wäre eine Lizenz erforderlich.

<https://www.cmegroup.com/market-data/files/cme-term-sofr-reference-rates-faq.pdf>

- Bereits im März 2021 hatte das Alternative Reference Rates Committee (ARRC) Refinitiv als Anbieter ausgewählt, um die von der ARRC empfohlenen Fallback-Sätze für Cash-Produkte auf der Grundlage der Secured Overnight Financing Rate (SOFR), der von der ARRC bevorzugten Alternative zum USD-LIBOR, zu veröffentlichen.
 - Am 30.11.2021 begrüßte die ARRC die Ankündigung von Refinitiv über die Verfügbarkeit seiner USD IBOR Institutional Cash Fallbacks zur sofortigen Verwendung als Produktionsbenchmarks sowie die Einführung seiner USD IBOR Consumer Cash Fallbacks für 1-Wochen- und 2-Monats-Einstellungen am 03.01.2022 (vorbehaltlich der endgültigen Genehmigungen).
 - Die Cash Fallbacks von Refinitiv sind für die Verwendung in Verträgen bestimmt, die von der ARRC empfohlene Ausweichbestimmungen für den Fall enthalten, dass der USD-LIBOR ausfällt oder nicht repräsentativ ist. Es gibt zwei Versionen der Refinitiv USD IBOR Cash Fallbacks: eine für institutionelle Kassa Produkte und eine für Konsumenten-Cash-Produkte.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (4/8)

- Institutionelle USD IBOR Cash Fallbacks sind für die Verwendung in Finanzverträgen verfügbar. Die bereinigte SOFR-Komponente umfasst den SOFR Compounded in arrears, den Daily Simple SOFR und den SOFR Compounded in Advance.
- Die USD IBOR Consumer Cash Fallbacks basieren auf dem SOFR Compounded in Advance plus der Spread-Anpassung, die schrittweise während der 12-monatigen Übergangszeit nach der Einstellung des LIBOR oder dem dauerhaften Verlust der Repräsentativität eingeführt wird. <https://www.refinitiv.com/en/media-center/press-releases/2021/november/refinitiv-launches-usd-ibor-institutional-cash-fallbacks-in-production-to-facilitate-industry-transition-from-usd-libor>
- Am 14.10.2021 veröffentlichte die ARRC eine Erklärung, in der sie den Marktteilnehmern empfahl, die verbleibenden Wochen bis zum Jahresende als wichtiges Zeitfenster zu betrachten, in dem sie ihre Verwendung des USD-LIBOR in Vorbereitung auf diesen und andere Stichtage reduzieren sollten.
 - In Anbetracht der aufsichtsrechtlichen Vorgaben aus verschiedenen Ländern, die Verwendung des neuen USD-LIBOR so bald wie möglich und auf jeden Fall bis zum Jahresende 2021 einzustellen, bekräftigte die ARRC ihre Empfehlung, dass Marktteilnehmer den SOFR als neue Benchmark wählen sollten.
 - Zu den praktischen Maßnahmen, die die Marktteilnehmer ergreifen könnten, um sicherzustellen, dass der USD-LIBOR bis zum Jahresende nicht mehr verwendet wird, gehören die Festlegung von Zielvorgaben für die Verringerung neuer LIBOR-Aktivitäten, die Begrenzung der Bandbreite der LIBOR-Angebote und die Einführung interner Eskalationsausnahmeverfahren für neue LIBOR-Verträge für wenige Ausnahmefälle im Einklang mit den aufsichtsrechtlichen Leitlinien.
 - Die ARRC ist der Ansicht, dass ein proaktiver Ansatz über einen bestimmten Zeitraum hinweg - und nicht zu einem bestimmten Zeitpunkt, an dem die vorherrschenden Liquiditätsbedingungen einen übermäßigen Einfluss haben könnten - im Interesse eines reibungslosen Funktionierens des Marktes ist. Ein proaktiver Ansatz zur Verringerung der Verwendung neuer USD-LIBORs sollte auf allen Märkten und in der gesamten Palette von Derivaten und Kassaprodukten, einschließlich, aber nicht beschränkt auf syndizierte und bilaterale Kredite, angewendet werden.

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/20211013-arrc-press-release-supporting-a-smooth-exit-post-arrc>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (5/8)

- Am 06.10.2021 veröffentlichte die ARRC eine Zusammenfassung ihrer Empfehlungen und ihrer bisherigen Arbeit zu Spread-bereinigten Fallbacks für Verträge, die auf den USD LIBOR verweisen.
 - Zweck dieser Veröffentlichung war es, ein einziges Dokument mit den wichtigsten Details zu den Empfehlungen zu erstellen, die die ARRC in Bezug auf ihre Fallback-Formulierungen und die staatlichen Rechtsvorschriften, die auf die von der ARRC empfohlenen Fallbacks verweisen, abgegeben hat oder abzugeben beabsichtigt.
 - Die von der ARRC empfohlenen Spread-angepassten Fallbacks gelten für USD-LIBOR-Verträge, die die von der ARRC empfohlene „hard-wired“ Fallback-Sprache enthalten, oder für ältere USD-LIBOR-Verträge, für die ein Spread-angepasster SOFR-Fallback gewählt werden kann. Sie gelten auch für USD-LIBOR-Verträge, die unter staatliche Rechtsvorschriften fallen, die auf die von der ARRC empfohlenen Fallbacks verweisen.
 - Neben den Empfehlungen der ARRC zur Spread-Anpassung werden in der Zusammenfassung auch die ARRC-Leitprinzipien und die Förderung von Gesetzen auf Landes- und Bundesebene erläutert, die robuste Ausweichmöglichkeiten für Verträge bieten, die keine eindeutige Ausweichklausel enthalten.
- <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/20211006-arrc-release-spread-adjustment-narrative-final>

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/spread-adjustments-narrative-oct-6-2021>
- Am 19.11.2021 veröffentlichte die Federal Reserve (Fed) ein FAQ-Dokument, in dem einige offene Fragen im Zusammenhang mit der Ablösung des LIBOR behandelt werden.
 - Ein Kreditvertrag, der sich nach dem 31.12.2021 automatisch verlängert, wird als neuer Vertrag angesehen.
 - Die Fed definierte begrenzte Fälle, in denen es für Parteien angemessen wäre, neue USD-LIBOR-Verträge nach Jahresende 2021 abzuschließen, erinnerte die Parteien jedoch daran, angemessene Maßnahmen zu ergreifen, um zu beurteilen, ob ein neuer USD-LIBOR-Vertrag mit den Sicherheits- und Soliditätspraktiken vereinbar wäre.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (6/8)

- In der Erklärung wird auch bestätigt, dass die Parteien einen Sekundärmarkthandel mit LIBOR-gebundenen Instrumenten betreiben können, die vor dem 31.12.2021 ausgegeben wurden.

<https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/sr2112.htm>

- Am 20.10.2021 gaben das Office of the Comptroller of the Currency (OCC) und andere Bundesaufsichtsbehörden (die Agencies) eine Erklärung ab, in der sie einen geordneten Übergang vom LIBOR befürworteten.
 - In Anbetracht der aufsichtsrechtlichen Vorgaben für Vertragsparteien, nach Ende 2021 keine "neuen" LIBOR-Verträge zu schließen, schlugen die Agenturen vor, dass ein "neuer" Vertrag eine Vereinbarung beinhaltet, die (i) ein zusätzliches LIBOR-Risiko schafft oder (ii) die Laufzeit eines bestehenden LIBOR-Vertrags verlängert. Eine Inanspruchnahme einer bestehenden Vereinbarung, die rechtlich durchsetzbar ist (z. B. eine zugesagte Kreditfazilität), würde nicht als neuer Vertrag angesehen werden.
 - Verträge, die vor Ende 2021 abgeschlossen würden, sollten einen alternativen Referenzzinssatz verwenden, der den Risikoprofilen, Finanzierungsmodellen und Kundenbedürfnissen der Parteien entspricht, oder eine entsprechende Ausweichregelung enthalten. Dabei sollten die zugrundeliegenden Märkte, die Konstruktion und die Fragilität des Zinssatzes berücksichtigt werden.
 - Die Erklärung rät den Marktteilnehmern, alle Verträge zu identifizieren, die auf den LIBOR verweisen, keine angemessene Ausweichregelung haben und nach Ablauf der entsprechenden Laufzeit fällig werden. In neuen oder aktualisierten Verträgen sollte eine Ausweichklausel verwendet werden, die die Verwendung eines starken und klar definierten Ausweichsatzes vorsieht, wenn der ursprüngliche Referenzzinssatz nicht mehr gilt.
 - Die Agenturen nennen vier begrenzte Fälle, in denen die weitere Verwendung des LIBOR notwendig sein kann, um einen sicheren, soliden und geordneten Übergang zu gewährleisten (z. B. Novationen von USD-LIBOR-Transaktionen, die vor dem 01.01.2022 durchgeführt werden).



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (7/8)

- Zu den bewährten Verfahren für die Inanspruchnahme dieser Ausnahmen sollten eine klare interne Steuerung und Überwachung gehören.
- Je näher das Datum der LIBOR-Abschaffung rückt, desto mehr würde sich der aufsichtsrechtliche Fokus verschärfen.
<https://www.occ.gov/news-issuances/bulletins/2021/bulletin-2021-48.html>
<https://www.occ.gov/news-issuances/bulletins/2021/bulletin-2021-48a.pdf>
- Am 05.10.2021 hielt Randal Quarles, der stellvertretende Vorsitzende der US-Notenbank, eine Rede zum Ende des LIBOR, in der er auf die bevorstehenden Fristen und die Schritte hinwies, die die Marktteilnehmer unternehmen müssen, um einen rechtzeitigen und erfolgreichen Übergang zu alternativen Referenzzinssätzen zu gewährleisten.
 - In seiner Rede legte Herr Quarles die gut dokumentierten Schwächen des LIBOR dar und wies erneut auf bestimmte bevorstehende Fristen für die Abschaffung des Referenzzinssatzes hin. Besonders hervorzuheben ist seine Aussage, dass die Frist zum Jahresende 2021 für jede "neue" Verwendung der Tagesgeld-, 1-, 3-, 6- und 12-Monats-USD-LIBOR-Sätze, die erst im Juli 2023 nicht mehr repräsentativ sein werden, bedeutet, dass die Marktteilnehmer weiterhin auf einen aktiven Übergang drängen müssen.
 - Herr Quarles merkte an, dass diese Frist verschiedene Marktteilnehmer dazu veranlasst hat, nach Leitlinien dafür zu suchen, was eine "neue" Verwendung des LIBOR darstellt. Die Federal Reserve arbeitet mit anderen Behörden zusammen, um zusätzliche Leitlinien zu diesem Thema bereitzustellen. Nach Ansicht von Herrn Quarles würde eine "neue" Verwendung jedoch jede Vereinbarung einschließen, die für ein beaufsichtigtes Institut ein zusätzliches LIBOR-Engagement schafft oder die Laufzeit eines bestehenden LIBOR-Vertrags verlängert.
 - Quarles betonte, dass es keine Fristverlängerungen für die Marktteilnehmer geben wird, und hob hervor, dass die Parteien nun über alle notwendigen Instrumente der Regulierungsbehörden verfügen, um erfolgreich auf alternative Referenzzinssätze umzustellen.



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 (8/8)

- Während die Aufsichtsbehörden darauf bestehen, dass die Kapital- und Derivatmärkte auf den SOFR umgestellt werden, ist bei Krediten die Verwendung anderer Sätze akzeptabel, wenn sie den Finanzierungsmodellen der Vertragsparteien und den Bedürfnissen der Kunden am besten entsprechen.

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/quarles20211005a.htm>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 – Derivate-Märkte (1/2)

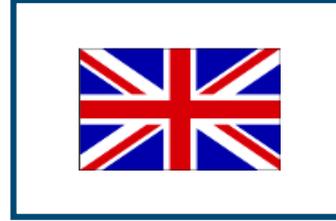
- Am 09.10.2021 hatte die Euro-Arbeitsgruppe für risikofreie Euro-Zinssätze ("WGRFR") Empfehlungen zu den Cross-Currency-Swap-Konventionen veröffentlicht:
 - Angleichung an Teil II der RFR-First-Initiative des Beratenden Ausschusses für Marktrisiken der CFTC auf den Interdealer-Cross-Currency-Swap-Märkten der EU
 - Einführung von €STR für die EUR-Seite von EUR-USD-Cross-Currency-Swaps auf dem EU-Interdealer-Markt ab 13.10.2021
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eur_rfr_wg_-_statement_-_rfr_first_for_cross_currency_swaps.pdf
- Als weiteren großen Schritt der IBOR-Reform stellten die Clearinghäuser am Wochenende vom 16./17.10.2021 in einer von Eurex Clearing koordinierten Meilenstein-Transaktion EONIA-Geschäfte mit einem Nominalwert von EUR 364 Mrd. auf €STR-flat um. Die Differenz von 8,5 Basispunkten zwischen den beiden Referenzsätzen wurde durch Barausgleich am 19.10.2021 ausgeglichen. Die Umstellung der CHF-, GBP- und JPY-LIBOR-Referenzsätze auf ihre jeweiligen risikofreien Sätze erfolgte im Dezember 2021, kurz bevor ihre Rückfallbestimmungen unmittelbar nach dem 31.12.2021 ausgelöst wurden.
<https://www.eurex.com/ex-en/find/news/IBOR-reform-moves-forward-legacy-transactions-successfully-converted-to-STR-2813492>
- Um den Übergang des Marktes vom LIBOR weg zu unterstützen, hat Refinitiv die Tokyo Swap Rate (für Swaps, die auf TONA(R) referenzieren) eingeführt, die die neue TONA(R)-Marktkonvention unterstützt. Refinitiv verwendet den Tokio-Swap-Satz mit einer konstanten Spread-Anpassung, um den Prototypen der Tokio-Swap-Satz-Fallback-Einstellungen zu produzieren, und plant, im Jahr 2022 eine Benchmark zu erstellen.
<https://www.refinitiv.com/en/financial-data/financial-benchmarks/tokyo-swap-rate>



Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 14.10.2021 – Derivate-Märkte (2/2)

- In ihrer Grundsatzerklärung vom Oktober 2021 legte die FCA ihre endgültigen Änderungen an den technischen Regulierungsstandards (RTS) des Vereinigten Königreichs zur Derivatehandelspflicht (Delegierte Verordnung (EU) 2017/2417 der Kommission) dar und übte damit ihre Befugnisse gemäß Artikel 32(5) der MiFIR des Vereinigten Königreichs und Abschnitt 138P des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) aus. Die Änderungen an den RTS sollten am 20.12.2021 in Kraft treten.
<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-13.pdf>
- In ihren am 15.10.2021 veröffentlichten FAQs zu ihren neuen Befugnissen im Rahmen der britischen Benchmark-Verordnung ging die FCA u.a. auf die Verwendung des synthetischen LIBOR und die Auswirkungen auf Vertragsbestimmungen ein.
<https://www.fca.org.uk/markets/about-libor-transition/libor-and-fcas-powers-under-uk-benchmarks-regulation-questions-and-answers>
- Der Unterausschuss für die Reform der Referenzzinssätze des Beratenden Ausschusses für Marktrisiken (MRAC) der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) hat seine Initiative "SOFR First" fortgesetzt, um nicht-lineare Derivate einzubeziehen.
 - Nach der Umstellung der Interdealer-Konventionen für den Handel mit linearen SOFR-Swaps (26.07.2021) und Cross-Currency-Swaps mit alternativen Referenzsätzen für JPY, GBP und CHF (21.09.2021) wurde die dritte Phase der SOFR-First-Initiative am 08.11.2021 abgeschlossen, als die Interdealer-Handelskonventionen für nichtlineare USD-Derivate von USD-LIBOR auf SOFR umgestellt wurden.
 - Die Intercontinental Exchange (ICE) Benchmark Administration (IBA) führte ihre USD SOFR ICE Swap Rate für SOFR-Zinsswaps und die USD SOFR Spread-Adjusted ICE Swap Rate für den nicht-linearen Markt ein, was einen weiteren Fortschritt auf dem linearen Swap-Markt markierte und dazu beitrug, die Umstellung auf dem nicht-linearen Markt zu beschleunigen.
 - Die vierte und letzte Phase der "SOFR First"-Initiative wird börsengehandelte Derivate umfassen, wobei der Zeitplan noch zu bestätigen ist.

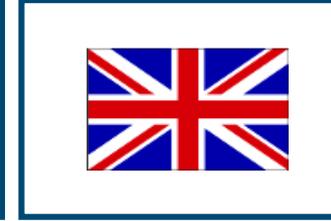
Botschaften für 2022 (1/2)



- Umstellung von EONIA- und GBP/EUR/CHF/JPY-LIBOR Altgeschäft (sog. Legacy Business)
 - Gesetzliche Regelungen für „tough legacy“ Fälle können nur eine vorübergehende, aber keine dauerhafte Lösung sein
 - Verfügbarkeit des synthetischen GBP/JPY-LIBOR ist auf 2022 begrenzt
 - Die Aussetzung von optionalen Währungsziehungen ist u.U. nur eine vorübergehende Lösung
 - **Rechtzeitige Erledigung aller noch offener Themen**

- Hoher Bestand von noch umzustellenden USD-Altgeschäften
 - Veröffentlichung der verbleibenden USD-LIBOR-Sätze endet am 30.06.2023
 - Entwicklung synthetischer Zinssätze ist ungewiss und kann nicht als verlässlich angesehen werden
 - Für die Umstellung von USD-LIBOR auf RFRs stehen verschiedene neue Benchmarks zur Verfügung
 - Kreditnehmer beobachten die Entwicklung von Marktkonventionen für USD-Neugeschäft
 - Vielfältige SOFR-Sätze und alternative RFRs für den lokalen US-Markt verfügbar
 - Starkes europäisches Interesse an US-Entwicklungen, insbesondere in Bezug auf die potenzielle Verwendung der Term SOFR Rate bei Konsortialkrediten in Europa
 - Vielfältige Lösungsmöglichkeiten führen zu fragmentiertem USD-Kreditmarkt, Abweichungen vom Derivatemarkt
 - **Kreditnehmer müssen für ihre individuelle Situation eine geeignete Lösung finden**
 - **Verbleibende Zeit sollte sinnvoll genutzt werden (insbesondere, wenn Systeme anzupassen sind)**
 - **Sobald die Richtung klar ist, sollten USD-Altcredite nach Möglichkeit aktiv umgestellt werden**

Botschaften für 2022 (2/2)



- Operative Bereitschaft
 - Systemeinführung bei Kreditnehmern und Kreditgebern teilweise noch nicht abgeschlossen
 - Teilweise Verwendung von manuellen Workarounds bis zur vollständigen Betriebsbereitschaft
 - Änderungen der Marktgepflogenheiten (wie z.B. Rundungen bei der Berechnung von aufgezinsten RFR-Sätzen) könnten Systemaktualisierungen erfordern
 - Vorwärtsgerichtete RFRs sind nur für einen begrenzten Geschäftsumfang verfügbar, ggf. Anpassung der Systeme an einen rückwärtsgerichteten Ansatz
 - **Rechtzeitige Bewältigung aller offenen Fragen**
- Weitere Entwicklung der EURIBOR-Fallback-Definitionen wird für 2022 erwartet
- Die Umstellung des Kreditmarktes auf RFRs verläuft unterschiedlich schnell
 - Marktnischen (z.B. Entwicklungsmärkte) müssen noch aufholen
 - **Fortsetzung der Marktaufklärung und Beschleunigung der Umstellung**



Nützliche Informationsquellen für aktuelle Entwicklungen

Aktuelle Informationen und allgemeine Hinweise zum IBOR-Übergang entnehmen Sie bitte auch den von Aufsichtsbehörden, Arbeitsgruppen und anderen Branchenorganisationen publizierten Informationen. Eine Auswahl der wichtigsten Websites finden Sie hier:

	€STR: Europäische Zentralbank EURIBOR: Emmi Working Group on Euro Risk Free Rates
	Bank of England Financial Conduct Authority
	Federal Reserve Bank of New York The Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
	SIX Schweizer Börse National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (SNB)
	Bank of Japan Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rates Benchmarks
	ISDA Loan Market Association (LMA) LSTA

Haftungsausschluss/Disclaimer

- Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen kein Angebot, keine Empfehlung und keine Beratung dar, sondern dienen ausschließlich Informationszwecken. Vertretene Ansichten sind solche des Publikationsdatums und können sich ohne weiteren Hinweis ändern. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Angaben Quellen entnommen wurden, die als zuverlässig erachtet werden, kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit keine Gewähr übernommen werden.
- Helaba übernimmt keinerlei Beratungstätigkeit in Bezug auf steuerliche, bilanzielle und/oder rechtliche Fragestellungen. Die Behandlung derartiger Fragen hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und ist vom Kunden mit unabhängigen Beratern vor Abschluss einer Transaktion zu klären. Es wird außerdem darauf hingewiesen, dass die steuerliche, bilanzielle und/oder rechtliche Behandlung künftig Änderungen unterworfen sein kann.
- Jede Form der Verbreitung dieses Dokuments bedarf unserer ausdrücklichen vorherigen schriftlichen Genehmigung.

© Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main und Erfurt